

Situación México

Marzo 2024



Revisión a la baja para el crecimiento económico de 2024

Javier Amador / David Cervantes / Iván Fernández / Arnulfo Rodríguez / Saidé Salazar / Carlos Serrano

Marzo 2024

- **Revisamos a la baja nuestra estimación de crecimiento para 2024 a 2.5%** (2.9% previo), con menor dinamismo de la inversión y relativa resiliencia del consumo privado.
- **La inversión muestra una fuerte desaceleración** ante el menor gasto en construcción pública y el lento crecimiento de los segmentos de maquinaria y equipo asociados.
- **El consumo mantendría variaciones positivas** respaldado por las ganancias en la masa salarial real, la tendencia hacia menor ahorro, y el mayor gasto en programas sociales.
- **Lento dinamismo del sector industrial en 2024** con ralentización de la construcción y modesto crecimiento en la manufactura, ante la menor demanda externa de bienes duraderos.
- **El empleo formal con desaceleración marcada en 2024**, se espera una menor creación de empleo pero con resiliencia en la masa salarial que seguira apuntalando al consumo.
- El descenso de la inflación está siendo ahora impulsado por la menor inflación de las mercancías; **prevemos una ralentización más pronunciada de la inflación subyacente en los próximos meses.**
- **Anticipamos una menor inflación y menores tasas de interés en 2024-25.** La inflación general ha retomado una senda bajista, la subyacente podría ubicarse por debajo de 4.0% a partir del 3T24
- **Existe un amplio margen para normalizar gradualmente la postura monetaria** que anticipamos se mantendrá restrictiva a pesar del ciclo gradual de bajadas, a 9.25% a fin de año, que tenemos previsto.
- **Continuamos anticipando que las tasas a lo largo de la curva de rendimientos descenderán paulatinamente;** notable estabilidad de las medidas de riesgo cambiario y soberano implícitas en el mercado de bonos gubernamentales.
- **Prevemos que al cierre de este año el tipo de cambio esté alrededor de 18.2 ppd.** La ligera depreciación se explicaría por un menor diferencial de tasas de interés.
- **Estimamos que la deuda pública se incremente a 49.0% al cierre de 2024 vs. 46.8% del PIB en 2023** debido al mayor déficit público.

Ralentización de la demanda interna en 2024

La actividad económica se ralentiza ante la desaceleración del sector industrial y la moderación del consumo. De acuerdo con los datos más recientes del INEGI, el PIB creció 0.1% TaT en 4T23, con una caída de (-)0.1% en la industria, y un crecimiento de 0.3% en el sector terciario. Dentro del sector industrial, el segmento de la construcción perdió impulso, con un crecimiento de 0.5% en 4T23 (vs 6.4% TaT el trimestre previo), mientras que la producción manufacturera se contrajo (-)0.5% durante el mismo periodo (tras crecer 0.3% TaT el trimestre anterior). En el sector terciario, el comercio mayorista creció 1.0% TaT, 2.4 pp por debajo de su lectura el trimestre previo, mientras que los servicios financieros, de comunicación y corporativos sufrieron caídas en el mismo periodo (-2.4, -2.1 y -1.4%, respectivamente). Anticipamos que el lento crecimiento de la industria se prolongará hacia los próximos trimestres, ante el menor gasto público en construcción y la ralentización de la demanda externa por bienes duraderos; los servicios conexos mostrarían menor crecimiento dada su vinculación con la industria.

Con respecto a la inversión, los datos más recientes del INEGI señalan una rápida desaceleración al cierre de 2023, con un crecimiento de 0.0% TaT en 4T23, tras registrar un crecimiento promedio de 6.2% TaT en los tres primeros trimestres del año. Por componentes, la mayor caída se registró en el segmento de la construcción no residencial, que reportó una contracción de (-)1.7% TaT, lo que representa una lectura 11.1 pp por debajo de la registrada el trimestre previo. La inversión en maquinaria y equipo también pierde dinamismo, al registrar un modesto crecimiento durante el periodo (0.3% TaT, 1.4 pp por debajo del crecimiento observado el trimestre previo). Estimamos que la pérdida de dinamismo de la inversión se extenderá hacia 2024, ante la reducción en inversión pública que se ha programado para este año (proyecto de presupuesto de egresos 2024), y el menor crecimiento en su cadena de proveeduría, incluyendo segmentos de la inversión en maquinaria y equipo.

En lo relativo al consumo privado, los datos más recientes del Indicador de Consumo Big Data BBVA Research apuntan hacia una relativa resiliencia del gasto privado, con mayor dinamismo del gasto en servicios en los primeros meses de 2024. Consideramos que factores como la ganancia acumulada en masa salarial real, la menor tendencia al ahorro, y el adelanto de las transferencias de algunos programas sociales evitarían contracciones en el consumo este año. De acuerdo con cifras del INEGI, el consumo privado cerró 2023 con un crecimiento de 1.1% (4T23), 0.5 pp por debajo del observado en 3T23. Por componentes, el gasto en servicios registró estancamiento durante el periodo, mientras que el gasto en bienes nacionales e importados registró variaciones positivas (1.2% y 4.7% TaT, respectivamente).

Considerando el menor dinamismo de la demanda interna, revisamos a la baja nuestra estimación de crecimiento en 2024 a 2.5% (2.9% anterior), con lento crecimiento de la inversión y relativa resiliencia del consumo privado (con normalización en los patrones de gasto) ([Gráfica 1](#)).

El empleo formal muestra claras señales de desaceleración; no obstante, prevalecen tasas de desempleo e informalidad por debajo del promedio histórico

De acuerdo con datos de la Encuesta Nacional de Ocupación y Empleo (ENOE), la tasa de desempleo se situó en enero en 2.8% en cifras desestacionalizadas, 1.4 puntos porcentuales (pp) por debajo del promedio histórico (2005 a 2023). Adicionalmente la tasa de informalidad también ha mantenido una gradual tendencia a la baja ubicándose en 54.5% en cifras desestacionalizadas, nivel 0.7pp respecto a enero de 2023 y 3.1pp por debajo del promedio

histórico (2005 a 2023). En cuanto al empleo formal, este cerró el año ya con una tasa anual de crecimiento de 3.0%, nivel 0.7pp y 1.2pp por debajo del nivel de 2023 y 2022, respectivamente. Derivado de lo anterior, el mercado laboral muestra aún señales mixtas de relativa fortaleza pero debilitamiento gradual; sin embargo, dado nuestro escenario económico de moderación del crecimiento económico, esperamos que las señales de desaceleración en general sean crecientemente visibles.

De manera específica y en relación con el empleo formal, las primeras cifras del año proporcionadas por el Instituto Mexicano del Seguro Social (IMSS) muestran que la creación de empleo se estancó en enero con un crecimiento interanual de 3.0% (similar al cierre de año). En febrero, la tasa interanual nuevamente tuvo un retroceso, llegando a 2.9%, por lo que la dinámica de generación de empleo claramente viene perdiendo fuerza; sobre todo si la comparamos con las tasas interanuales de febrero de los dos años anteriores (3.4% en 2023 y 5.0% en 2022). Un elemento adicional que probablemente haya influido en la desaceleración del empleo formal y continúe haciéndolo durante este año, es el ajuste en los niveles de empleo derivados del avance y cierre de las obras de infraestructura del Aeropuerto Felipe Ángeles (AIFA), Tren Maya y la Refinería Dos Bocas “Olmeca” que, de acuerdo con los testimonios inaugurales de las obras, implicaron la generación de más de 304 mil empleos. Por ello, en la medida de que se culminen los proyectos gran parte de este empleo se elimina.

Otro elemento a destacar es el comportamiento del salario real y la masa salarial real del empleo formal, que a diferencia de la dinámica del empleo ha continuado con una dinámica de crecimiento relevante teniendo un crecimiento interanual en febrero de 5.5% y 8.6%, respectivamente, ambas por encima de las tasas del año pasado (de 3.3% y 6.9%, respectivamente). Si bien este crecimiento responde a las revisiones salariales de principios de año, también es de notar que sigue con una dinámica por arriba de lo presentado en años anteriores.

Nuestra expectativa es que, para 2024 se tenga un crecimiento del empleo de 2.8% al final de periodo lo que equivaldría a una creación de 617 mil nuevos puestos de trabajo y representaría una desaceleración clara del empleo respecto a los años anteriores. No obstante, la creación de empleo esperada y la expectativa de menor inflación seguirán dando resiliencia a la masa salarial y a su vez al consumo de los hogares ([Gráfica 2](#)).

La inflación sigue enfriándose a pesar de la rigidez a la baja que continúa mostrando la inflación de servicios

El proceso de desinflación continúa. Tras el repunte transitorio de la inflación general durante diciembre y enero por un choque de oferta en los precios de las frutas y verduras, ésta retomó una tendencia bajista en febrero (4.4% AaA), que la regresó prácticamente al mismo nivel que tenía antes de este choque (4.3% AaA). Por su parte, y más relevante, el ritmo anual de la inflación subyacente se ha desacelerado por 13 meses consecutivos, y se ubica ahora en su menor nivel desde julio de 2021 (en 4.6% AaA). Hacia delante prevemos que la inflación se ubicará cerca de 4.0%AaA a partir del verano y que cerrará el año ligeramente por debajo de este nivel (en 3.9% AaA). Por su parte, anticipamos que la tendencia de descenso continuo de la inflación subyacente durante los últimos 13 meses se extenderá a lo largo de todo 2024 y que se ubicará cercana a 3.5% AaA (en 3.6% AaA) a finales de año.

Cabe destacar que desde agosto pasado la inflación no subyacente ha mostrado una tendencia alcista desde los niveles mínimos alcanzados, y que por tanto, la (menor) inflación subyacente, que había contribuido de forma consistente durante este año al proceso de desinflación, ha mostrado en los últimos ocho meses una creciente importancia relativa en esta favorable dinámica. Inicialmente, el proceso de desinflación fue principalmente impulsado por la inflación no subyacente, que disminuyó 11.3 puntos porcentuales (pp), de 10.6% a -0.7% AaA,

entre agosto de 2022 y julio de 2023. Desde ese mes hasta febrero de este año, ha aumentado 4.3 pp, a 3.7% AaA. Por su parte, la inflación subyacente que disminuyó sólo (-)0.3 pp durante el primer trimestre de 2023, en el segundo y tercer trimestres se desaceleró (-)1.2 pp y (-)1.1pp a 6.9% AaA y 5.8% AaA, respectivamente, y ha continuado descendiendo a buen ritmo, (-)0.7 pp a 5.1% AaA en el cuarto trimestre del año pasado, y ya lo ha hecho (-)0.4 pp a 4.6% AaA en los primeros meses de este año, y prevemos que descienda (-)0.2 pp adicionales a 4.4% al cierre de este trimestre. Además, vemos elementos para que siga descendiendo de forma continua el resto del año, si bien a un ritmo algo menor, con la inflación de las mercancías descendiendo aún más y la de servicios finalmente rompiendo su rigidez a la baja en un contexto de menor fortaleza de la demanda interna.

El menor ritmo de inflación subyacente ha continuado principalmente impulsado por la menor inflación de las mercancías que ya se ubica cerca de 4.0% AaA (en 4.1% AaA en febrero), mientras que inflación de los servicios aún muestra mayor resistencia a descender y su nivel actual de 5.3% AaA es el mismo que el del promedio de los 11 meses previos, y este nivel es sólo 0.4 pp menor que el máximo alcanzado en marzo de 2023. La inflación de los servicios distintos a vivienda y colegiaturas ha mostrado una menor rigidez a la baja que la inflación total de los servicios, pero ha mostrado también hasta ahora una desaceleración moderada, de (-)1.4 pp desde el punto máximo alcanzado en marzo de 2023, y se ubica actualmente todavía en un nivel muy elevado, de 6.4% AaA.

Hacia adelante, continuamos previendo una tendencia de convergencia gradual de la inflación con la meta de Banxico de 3.0% AaA +/-1 pp. Anticipamos que durante el 2S24 la inflación general se ubicará cercana en promedio a 4.0% AaA (el límite superior del intervalo para la meta de 3% de Banxico) y que terminará el año en un nivel ligeramente por debajo de este límite, en 3.9% AaA ([Gráfica 3](#)). Por su parte, anticipamos que la subyacente se ubicará en promedio por debajo de 4.0% (promedio previsto de 3.8% AaA durante el 2S24) y que cerrará el año cercana a 3.5% AaA, en 3.6% AaA. Esto representa una tendencia similar a la prevista por Banxico para ambas inflaciones, si bien algo menos optimista.

Existe un amplio margen para normalizar gradualmente la postura monetaria con un ciclo de bajadas que habrá de iniciar este mes

Respecto a la política monetaria, en un contexto una tasa real ex-ante que ha continuado aumentando desde el último aumento de la tasa de referencia en marzo de 2023, de convergencia gradual de la inflación con el rango objetivo, con expectativas inflacionarias de mediano plazo bien ancladas, con expectativas de que la Reserva Federal comience a implementar pronto un ciclo de bajadas, y en un contexto de desaceleración de la demanda interna, prevemos que Banxico iniciará un ciclo de bajadas la próxima semana. Si bien anticipamos que el banco central termine recortando la tasa de referencia en las siete reuniones restantes este año y en las ocho del próximo año, el elevado nivel de la tasa real hace que lo más probable, en ausencia de una aceleración en el ciclo de bajadas previsto, sea que la postura monetaria se mantenga restrictiva durante 2024-25, con una tasa real ex-ante por encima de 3.4%, el límite superior del rango estimado para la tasa neutral en el largo plazo, a lo largo de todo este horizonte. En un inicio, los recortes de tasas buscarán evitar un apretamiento adicional e innecesario de la postura monetaria. A partir del 2S24, el ciclo de bajadas buscará también ir propiciando una postura cada vez menos restrictiva con una menor inflación, ya cercana a la meta, y una economía desacelerándose.

La Junta de Gobierno ha dado señales claras respecto a que una mayoría está decidida a comenzar a reducir la postura excesivamente restrictiva en nuestra opinión. Banxico ha mantenido la tasa de política monetaria en 11.25% durante once meses consecutivos desde la última subida en marzo de 2023. Durante ese lapso, la

inflación general ha disminuido 2.4 pp y las expectativas de inflación a 12 meses 1 pp, con lo cual la tasa de interés real ex-ante ha subido de 6.4% a 7.4%, y se ubica ahora 4 pp por encima del límite superior del rango neutral estimado. La favorable tendencia de la inflación subyacente y las expectativas de ésta sugieren que existe el espacio para empezar a bajar la tasa de interés, y consideramos que con expectativas de inflación bien ancladas existe un amplio margen para normalizar gradualmente la postura monetaria, que anticipamos se mantendrá restrictiva durante 2024-25 a pesar del ciclo gradual de bajadas que tenemos previsto.

Prevedemos que el acumulado de recortes de la tasa monetaria durante este año será sólo de 200 puntos base (pb), con lo que la tasa monetaria se ubicará en 9.25% a fin de año. Consideramos que el ciclo podría ser más rápido pero Banxico continúa dando señales que procederá con cautela ([Gráfica 4](#)). Pensamos que el ciclo de bajadas se extenderá durante 2025, con la tasa disminuyendo hasta 7.25% a fin del próximo año, y debiera continuar durante 2026. No obstante, dado que ahora prevemos que la Reserva Federal concluirá su ciclo de bajadas eventualmente (en 2025) en un nivel algo más elevado del que preveíamos anteriormente (en 3.0% vs el 2.5% pronosticado previamente), también anticipamos que el nivel del fin del ciclo de bajadas, que no creemos que se alcance hasta el 1S26, será también 50 pb más algo y la tasa monetaria alcanzará un nivel de equilibrio en el mediano plazo de 6.0%.

Continuamos anticipando que las tasas a lo largo de la curva de rendimientos descenderán paulatinamente

Datos de inflación y empleo en EE. UU. por encima de lo esperado llevaron a los mercados financieros globales a reevaluar sus expectativas en torno a la trayectoria futura de la política monetaria y las tasas de interés en ese país. Luego de que los mercados asignaron a finales de diciembre del año pasado una probabilidad de hasta 75% de que la Fed iniciaría con un ciclo de bajadas de tasas a partir de este mes, hoy lo más probable es que la Fed decida mantener sin cambios el rango objetivo para la tasa de fondos federales en 5.25-5.50% la próxima semana. Como resultado de este cambio de expectativas, los rendimientos del Tesoro a 2 y 10 años se incrementaron en 50 pb desde finales de diciembre hasta finales de febrero, ubicándose en 4.7% y 4.3%, respectivamente. No obstante, algunos datos más alentadores publicados este mes sobre el continuo rebalanceo en el mercado laboral estadounidense, así como los comentarios del presidente de la Fed en el marco de su testimonio semestral ante el Congreso, que resultaron ser relativamente menos agresivos de lo anticipado, propiciaron una disminución de 20 pb en los rendimientos antes mencionados.

Las tasas de interés gubernamentales en México reflejaron la reciente evolución de la curva de rendimientos del Tesoro en EE. UU., aunque en menor medida. En el extremo corto de la curva, los Cetes a 1 y 3 meses continuaron oscilando en torno a 11.2% y 11.3% a medida que Banxico ha extendido la pausa de su tasa monetaria. Por su parte, los rendimientos de los Bonos M a 2 y 10 años pasaron de 9.9% y 9.0% a finales del año pasado a 10.2% y 9.3% en los últimos días de febrero, respectivamente. Al igual que en EE. UU., dichas tasas retrocedieron recientemente, ubicándose hoy en 10.0% y 9.2%. Si bien la curva de rendimientos soberana de México mantiene una elevada correlación con la curva de EE. UU., el mayor grado de certeza sobre el inicio de un ciclo de bajadas por parte de Banxico podría explicar en parte por qué los movimientos de las tasas en México mostraron una relativa menor volatilidad en el reciente entorno de reconfiguración de expectativas, aunado a la notable estabilidad de las medidas de riesgo cambiario y soberano implícitas en el mercado de bonos gubernamentales, las cuales podrían ser reflejo del reciente desempeño económico del país y sus perspectivas, y de la narrativa asociada con el *nearshoring*.

Si bien anticipamos que el ciclo de bajadas por parte de Banxico sea ligeramente más gradual, continuamos anticipando que las tasas a lo largo de la curva de rendimientos descenderán paulatinamente. Nuestra expectativa es que el rendimiento de los Bonos M a 2 años se ubicará en 8.4% y 6.9% a finales de 2024 y 2025, respectivamente, y que el rendimiento de los Bonos M a 10 años sea de 8.7% y 7.9% en los mismos periodos (Gráficas 5 y 6).

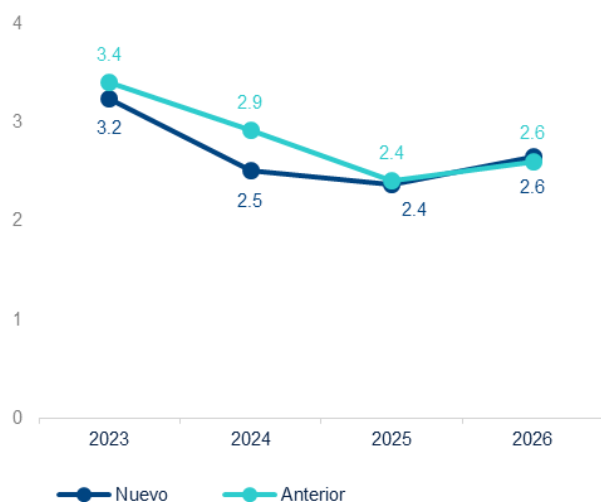
El Saldo Histórico de los Requerimientos Financieros del Sector Público se elevará a 49.0% en 2024 de 46.8% del PIB en 2023

Prevedemos que el Saldo Histórico de los Requerimientos Financieros del Sector Público (SHRFSP) será de 49.0% del PIB al cierre de 2024. Este nivel no representa ningún problema de sostenibilidad para la deuda pública de México (Gráfica 7) ni para la calificación crediticia soberana. No obstante, a partir de 2025 se necesitarán déficits públicos en torno a 2.0% del PIB para mantener estable este cociente de deuda pública. Dada la fragilidad prevista para las finanzas públicas en los próximos años por las mayores presiones del gasto social y Pemex, las pensiones públicas, el servicio de la deuda y el poco margen de crecimiento de la recaudación tributaria sin una reforma fiscal, el siguiente gobierno federal muy probablemente tendrá que hacer ajustes al gasto programable para evitar que la deuda pública (% del PIB) retome su trayectoria ascendente.

El peso mexicano continuará mostrando resiliencia en 2024 ante elecciones en México y EE.UU. que inducirán cierta volatilidad

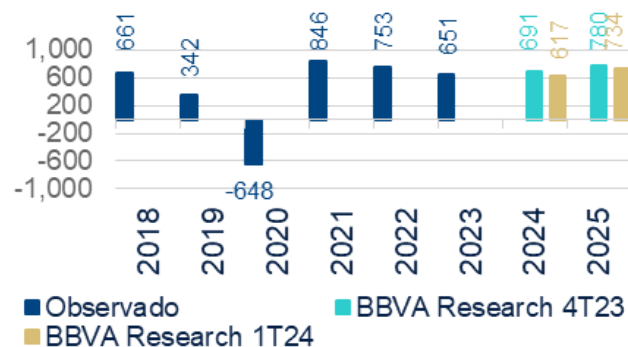
Anticipamos que el tipo de cambio cerrará 2024 en 18.2 pesos por dólar, lo cual implicaría una depreciación del peso mexicano de alrededor de 5.9% con respecto al promedio diario del tipo de cambio en diciembre de 2023. Para los meses previos a las elecciones de junio de 2024, prevemos que el peso muestre cierta volatilidad y que el tipo de cambio alcance niveles cercanos a los 18.56 y 18.90 pesos por dólar en mayo y junio, respectivamente. Para los meses de octubre y noviembre, prevemos un regreso transitorio de una mayor volatilidad que ubicará el tipo de cambio en niveles de 18.70 y 18.80 pesos por dólar, respectivamente. La prevista reducción en el diferencial de tasas de interés entre México y EE. UU será el factor principal que explique el ligero debilitamiento del peso en 2024.

GRÁFICA 1. **PIB**
(VAR. % ANUAL)



Fuente: BBVA Research / INEGI.

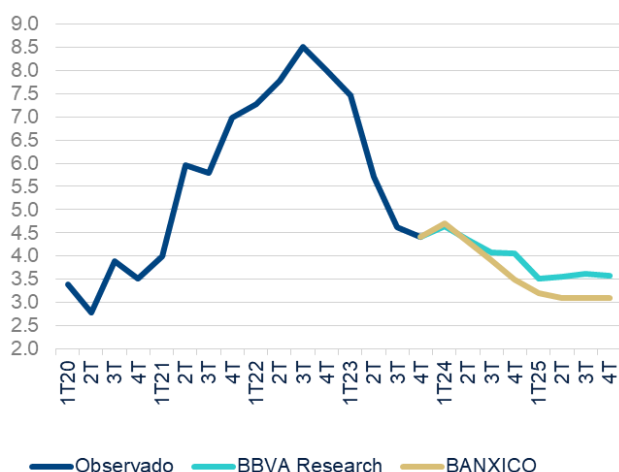
GRÁFICA 2. **PUESTOS DE TRABAJO AFILIADOS AL IMSS** (MILES Y VAR. ANUAL % FDP)



Pronóstico	2024	2025	2026	2027
Miles, Fdp				
BBVA Research 1T24	617	734	754	780
BBVA Research 4T23	691	718	800	873
Variación Anual, % Fdp				
BBVA Research 1T24	2.8	3.2	3.2	3.2
BBVA Research 4T23	3.1	3.4	3.5	3.5

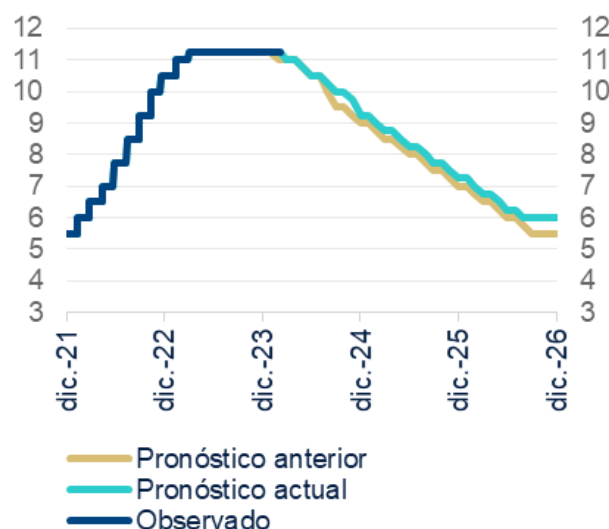
Fuente: BBVA Research / INEGI.

GRÁFICA 3. **INFLACIÓN GENERAL**
(VAR. % ANUAL)



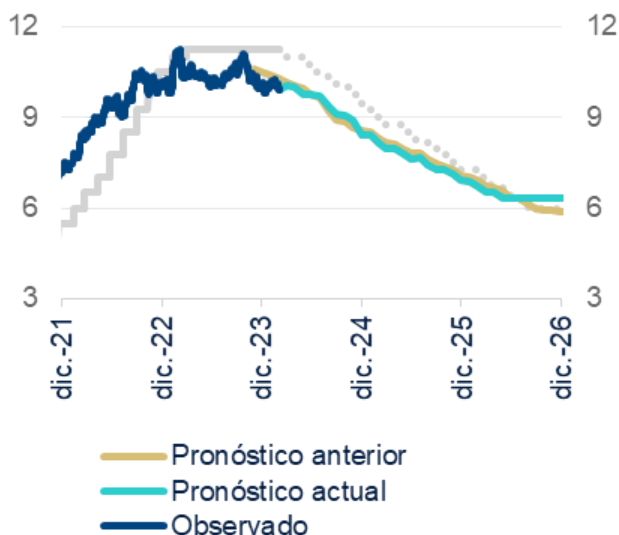
Fuente: BBVA Research / INEGI / Banxico.

GRÁFICA 4. **TASA DE POLÍTICA MONETARIA (%)**



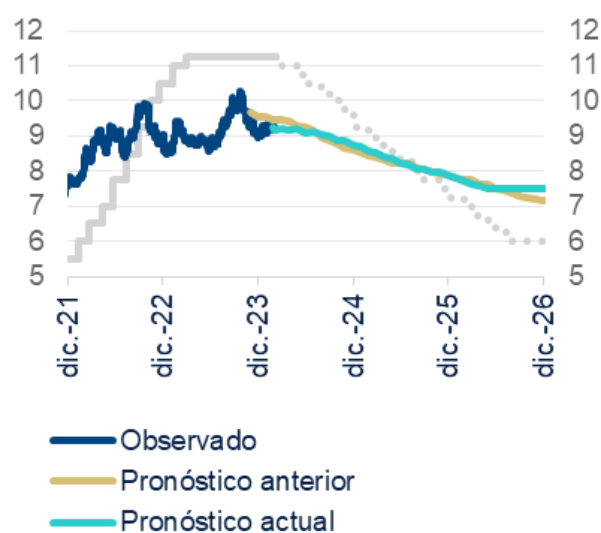
Fuente: BBVA Research / Bloomberg / Banxico.

GRÁFICA 5. **RENDIMIENTO DE BONOS M A 2 AÑOS (%)**



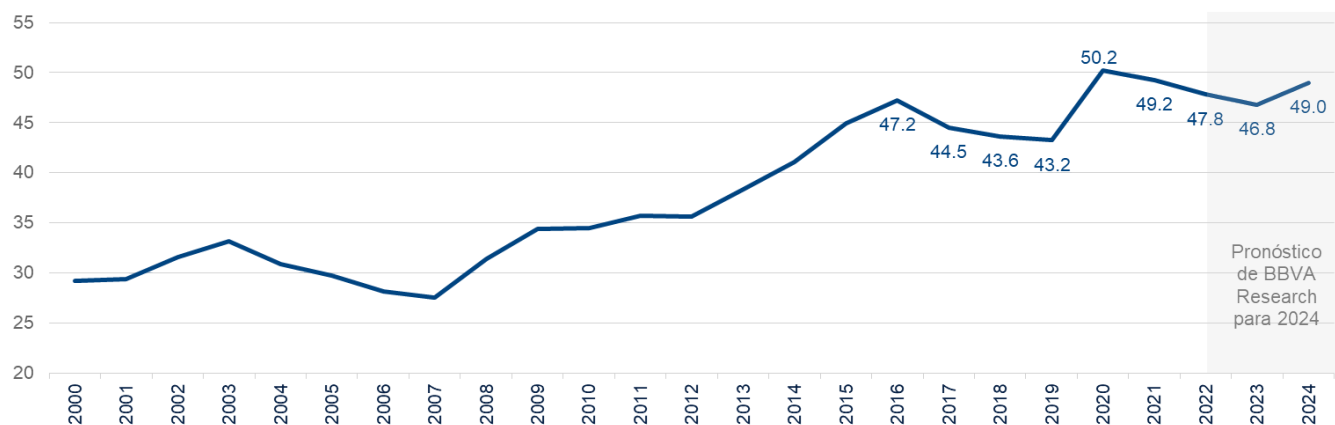
La línea gris sólida (observado) y punteada (pronóstico) indica la tasa objetivo de Banxico.
Fuente: BBVA Research / Bloomberg.

GRÁFICA 6. **RENDIMIENTO DE BONOS M A 10 AÑOS (%)**



La línea gris sólida (observado) y punteada (pronóstico) indica la tasa objetivo de Banxico.
Fuente: BBVA Research / Bloomberg.

GRÁFICA 7. **SALDO HISTÓRICO DE LOS REQUERIMIENTOS FINANCIEROS DEL SECTOR PÚBLICO (% DEL PIB)**



Fuente: BBVA Research / SHCP.

AVISO LEGAL

El presente documento no constituye una "Recomendación de Inversión" según lo definido en el artículo 3.1 (34) y (35) del Reglamento (UE) 596/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo sobre abuso de mercado ("MAR"). En particular, el presente documento no constituye un "Informe de Inversiones" ni una "Comunicación Publicitaria" a los efectos del artículo 36 del Reglamento Delegado (UE) 2017/565 de la Comisión de 25 de abril de 2016 por el que se completa la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo relativo a los requisitos organizativos y las condiciones de funcionamiento de las empresas de servicios de inversión ("MiFID II").

Los lectores deben ser conscientes de que en ningún caso deben tomar este documento como base para tomar sus decisiones de inversión y que las personas o entidades que potencialmente les puedan ofrecer productos de inversión serán las obligadas legalmente a proporcionarles toda la información que necesiten para esta toma de decisión.

El presente documento, elaborado por el Departamento de BBVA Research, tiene carácter divulgativo y contiene datos u opiniones referidas a la fecha del mismo, de elaboración propia o procedentes o basadas en fuentes que consideramos fiables, sin que hayan sido objeto de verificación independiente por BBVA. BBVA, por tanto, no ofrece garantía, expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección.

El contenido de este documento está sujeto a cambios sin previo aviso en función, por ejemplo, del contexto económico o las fluctuaciones del mercado. BBVA no asume compromiso alguno de actualizar dicho contenido o comunicar esos cambios.

BBVA no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud para adquirir, desinvertir u obtener interés alguno en activos o instrumentos financieros, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

El contenido del presente documento está protegido por la legislación de propiedad intelectual. Queda expresamente prohibida su reproducción, transformación, distribución, comunicación pública, puesta a disposición, extracción, reutilización, reenvío o la utilización de cualquier naturaleza, por cualquier medio o procedimiento, salvo en los casos en que esté legalmente permitido o sea autorizado expresamente por BBVA en su sitio web www.bbvarresearch.com.

INTERESADOS DIRIGIRSE A:

BBVA Research – BBVA: Paseo de la Reforma 510, Colonia Juárez, C.P. 06600 Ciudad de México, México.
Tel.: +52 55 5621 3434
www.bbvarresearch.com